

# 公司治理结构与资本市场

■赵向琴

## 一、西方国家公司治理结构的比较

公司治理结构是指用以在公司中有重大利害关系的当事人——投资者(股东和债权人)、经理人员之间有效制衡、协调、监督和赏罚的一套制度安排,包括公司的内部结构和市场结构。在股份公司内部,股东大会和董事会经理的任免、监督、评价是公司治理的内部结构;通过来自债权人的监督和股票市场的压力对公司经理行为施加影响是公司治理的市场结构。西方国家的公司治理结构存在很大的差异性,概括地说,可以分为英美模式和德日模式。

在英国和美国,公司的股本非常分散,每个投资者持有的股份占公司总股本的比例很小。英美模式强调股票在资本市场上的流动性,即投资者能够很容易在市场上抛售股票。因此,这一模式与发达的证券市场相联系。由于每个投资者占总股本的比例很小,投资者就没有积极性去直接监督公司经理的行为,而希望其他的投资者去监督,这样就不可避免地产生了对公司经理监督的搭便车问题。因此,对公司的监督就必须通过市场来完成。如果大量的股东对公司的经理不满,大量的抛售股票就会导致股价的下跌,就可能有人接管该公司,股票市场就是通过这一机制来监督和约束公司经理的行为。这种公司治理结构要求公开财务信息和严禁内幕交易行为。

在德日模式中,股权非常集中,其特征是银行持有公司的大量股份,并贷款给公司,公司之间相互持股,大股东通过自身或中介机构密切监督公司经理行为,与公司建立密切的和长期的关系,并以此获得经理代理的信息资料。日本的公司治理结构脱胎于财阀集团,在30—40年代,日本政府就敦促家族银行合并,还替大多数公司指定了一家主银行。二战结束后,财阀集团

被解散,日本的银行法禁止银行持有公司5%以上的股份,商业银行不能从事投资银行的业务,但许多银行还是在5%的范围内购进了股票,发展了日本的主银行制度。日本企业集团内的相互持股始于50年代,每家公司有80%—90%以上的股份被集团内部其他成员持有。在日本的公司治理模式下,投资者对经理的监督主要不是通过股票市场的压力,而是通过企业集团内部定期召开的主管会议和主银行来实施的。在德国,大多数公司是私有的,在公众持股的公司中,至少有一个大股东持有的份额足以主管公司的事务,经理和股东的冲突不很明显。长期以来,德国公司的治理结构的核心是银行,德国的银行既是债权人,又是股东,可以派代表直接进入公司董事会,当公司发生财务困难时,银行发挥着特别重要的作用。

英美公司治理模式的一个重要优点是证券市场的高流动性,资本能够迅速地在不同公司和不同产业之间重新配置,能够迅速地流向新兴行业。但是,英美公司治理结构是通过恶意接管来发挥作用的,从表面上看,这是一种极为有效的公司控制机制,实际上也存着一些缺陷。首先,这一机制发挥作用需要一个有效率的、具有评定公司价值和转移控制权的资本市场,还要通过其他一些制度安排,如充分竞争的经理市场和产品劳务市场来完成。但即使在英美的资本市场上也不能完全达到这一要求,股票市场在一定程度上反映的是投资者的心理预期和偏好。其次,恶意接管的威胁使公司经理注重公司的现期盈利和股票的现期价值,而忽略了长期投资和短期内难以度量的投资,特别是对一些无形资产,如研究和开发、雇员培训、信息网络和组织管理等软投资,从而影响了产品在世界市场上的竞争力。

日本和德国的公司治理结构也有其优缺点。主要的优点是股东追求的是公司的长期利益,他们实际上是永久性的所有者,目标的实现主要是靠关系驱动,而不是交易驱动。因此,德日模式鼓励公司经理积极进行长期投资,使现有的生产能力得以升级和生产率得以提高,其结果是提高了德日产品在国际市场上的竞争力,扩大了出口和促进了经济增长。但这种模式的重要缺陷是股票缺乏流动性,资金不能及时从非盈利部门和企业转移出来投入到盈利部门和企业中去。

因此,我们不能简单地认为一种模式就优于另一种模式,实际上,两种模式都在变革。在美国,股东正在加强与经理人员的交流,董事会在公司中正在起着更为积极的作用。在日本,由于公司经理对债务融资的依赖逐步减弱,以及银行自身危机频繁发生,日本主银行制度的作用也正在减弱。在德国,有人建议应该限制银行在公司中的作用。总的来说,这些变革都还是初步性的。

## 二、转轨经济与我国国有企业的治理结构和资本市场

对转轨经济而言,无论是英美模式还是德日模式,它们充分运行的基本条件都还不具备。由于证券市场的发展还处在初级阶段,股票价格还不能很好地反映公司的真实价值,不能有效地分散风险,从而为投资者提供必要的退出机制;商品市场缺乏竞争,大公司缺乏企业家,导致经理市场的无效率等等,这些都决定了英美模式在转轨经济中不可能有效地发挥作用。对于德日的公司治理模式,由于商业银行拥有企业经营活动的信息优势,是最适合于履行企业经营活动的监督和重建任务的中介机构。

前苏联和东欧国家私有化改革方案实际上就是把国有资产变成大众的股份,通过建立股票市场来激励和规范公司经理行为。这些国家的私有化改革并没有达到预期的结果,而是形成了始料不及的内部人控制的公司治理结构,即在私有化过程中,企业经理在企业内部形成强有力的控制,没有一个外部股东拥有决定性的权力,使他能够对经营业绩不佳或有败德行为的经理实施惩罚。

在我国国有企业公司化改造和股票市场的培育和发展过程中,公司经理在资产使用方面已经获得相当的控制权,同时享受着大量的工资外的在职消费,但对资产的处置权并未得到法律的正式承认和保护。此外,

公司高层经理人员的任免仍控制在主管部门的手中,因此,我国国有企业治理的内部人控制问题不像前苏联和东欧国家那么严重,国有企业的经理有时会认为,增加利润上交而得到上级的好评,远不如隐瞒利润用来内部分配而获得个人福利和职工拥护来得实惠。由此,内部人控制现象在我国国有企业的公司化改革中也是普遍存在的。

我国国有企业的股份制改革到目前为止,仍然是增量资本的股份化,即增量股本具有完全的流动性,而不能流动的国有股和法人股占绝对多数,由此注定形成的治理结构不会对经理人员产生较大的监督和激励作用。从理论上讲,我国的上市公司由国家控股,确保了公有经济占主导地位,但这些上市公司由传统的国有企业脱胎而来,原有的治理结构难以在短期内消除,再加上改革过程中出现的内部人控制现象,导致在上市公司中,经理人员既可作为国家股的代表不理睬股民的意见,又可以作为内部人不理睬国家这个大股东的意见,从而既可能损害小股东的利益,又可能损害国家的利益。在这种状况下,上市公司并不能有效地增强产权约束。此外,股票市场的缺乏效率和个人股的极度分散,使恶意接管这一外部市场约束机制也不能很好地发挥作用。由于有关股份公司的法制建设滞后,公司治理结构和信息披露不健全等原因,大多数公司只把股票发行看成是一种无须还本付息的廉价的筹资方式,而很少考虑对股东的诚信责任,而投资者也往往只把股票当作短期投机的手段,缺乏作为长期投资者和企业监督者的意识。

此外,从银行监督的角度来看,由于银行和企业一样,属于同一股东所有即国家所有,我国的国有商业银行一方面受国家保护,另一方面又受到政府的干预,其经营行为带有很强的行政色彩。因此,要建立我国国有企业有效的治理结构,以保证稀缺资本的最有效利用和促进经济增长,一方面需要资本市场,特别是股票市场的进一步规范和发展,使股票市场具有准确评价公司业绩的功能,另一方面也需要建立真正的商业银行机制,强化债权债务关系,并通过制定激励机制使商业银行有能力也有动力在企业债务重组和企业监督方面起到更大的作用。

(作者单位:厦门大学财金系)

(责任编辑:胡淑红)